

新天綠色能源 (956 HK)

上半年業績預覽

- ❖ **我們預料上半年盈利將實現顯著增長。**參考公司歷史上下半年成本分佈，我們測算公司上半年將實現盈利人民幣 9.06 億元，同比增長 50.7%。基於我們對於全年利用小時數更為樂觀的判斷，我們將公司 2018E-2020E 全年淨利預測自人民幣 12.63/13.04/14.31 億元分別上調 4.1/3.1/6.1% 至人民幣 12.63/13.04/14.31 億元。
- ❖ **上半年風電業務表現強勁。**回顧新天綠色能源上半年業務表現，風電發電量實現 4,176 吉瓦時，同比增長 21.8%，業務表現非常靚麗。風電利用小時方面，公司上半年錄得 1,404 小時，較 2017 年上半年同比增加 128 小時。我們相信河北省上半年錄得較好的風資源條件是公司實現良好業績表現的關鍵。我們測算顯示，河北省對於公司風電板塊增量貢獻率為 84.8%。基於對公司歷史風電利用小時數的跟蹤，2017 年為高基數年份，在此背景下我們認為上半年能夠實現較高利用小時增長實屬非凡。基於公司近期資料，1-7 月實現利用小時同比進一步增加至 139 小時，我們認為公司強勁的風電板塊表現有望可以延續至下半年。目前公司的發電表現領先於我們的全年預期，我們據此將全年風電利用小時數自 2,300 小時上調至 2,350 小時。
- ❖ **燃氣銷售增速亦非常亮眼。**除風電業務部門表現卓越以外，公司的天然氣銷售增長同樣不俗。受河北省煤改氣項目提振，公司的天然氣銷售維持良好增速動能，批發、零售和 CNG 氣量上半年分別增長 71.0%，35.2% 以及 16.7%，而全口徑氣量則實現同比增長 55.0%。對於下半年展望，由於煤改氣所帶動的銷氣量增長主要自 2017 年下半年開始體現，預料在高基數作用下公司的累計銷氣量增速將緩步回落。根據公司近期的運營資料，累計銷氣量增速已自 4 月的 64.4% 降至 7 月的 51.9%。
- ❖ **估值及股息率均非常吸引。**新天綠色能源目前我們的行業首選，基於 1) 我們預期公司 2018 年將實現高盈利增速；2) 目前股價對應 2018E-19E 市盈率僅為 5.3/5.2 倍，我們認為公司的估值低於同業平均；3) 基於 40% 的派息率預期，我們測算前股價對應股息回報率高達 7.0%。除上述基本面因素外，新天目前已啟動 A 股上市計畫，我們預期公司從在完成 A 股上市以前在港股市場進一步配股集資可能性較低。我們的 DCF 目標價也更新至 2019 年，目標價自每股 3.10 港元略微下調至每股 3.00 港元，維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	4,384	7,058	8,786	10,087	11,665
淨利潤 (百萬人民幣)	542	940	1,315	1,344	1,518
每股盈利 (人民幣)	0.15	0.25	0.35	0.36	0.41
每股盈利變動 (%)	222	74	40	2	13
市盈率 (x)	12.8	7.4	5.3	5.2	4.6
市帳率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	3.4	5.5	7.6	7.8	8.8
權益收益率 (%)	6.9	10.9	13.0	11.8	12.3
淨財務杠杆率 (%)	197	195	209	218	225

資料來源：公司，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$3.00
(此前目標價)	HK\$2.41)
潛在升幅	+38.2%
當前股價	HK\$2.1

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

中國風電板塊

市值(百萬港元)	8,062
3 月平均流通量(百萬港元)	24.98
52 周最高/低(港元)	2.96/1.64
總股本(百萬)	3,715.2

資料來源：彭博

股東結構

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對	相對
1 月	0.0%	2.8%
3 月	-14.4%	-4.1%
6 月	26.4%	35.9%

資料來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.suntien.com

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	4,384	7,058	8,786	10,087	11,665
风电及光伏	1,983	3,100	3,642	3,986	4,413
天然气	2,392	3,957	5,144	6,101	7,252
销售成本	-2,943	-4,750	-5,930	-6,945	-8,112
其它收入净额	97	81	105	110	111
销售成本	-0	-0	-1	-1	-1
管理费用	-302	-453	-562	-646	-747
其它支出	-8	-171	-18	-20	-23
运营利润	1,228	1,764	2,380	2,585	2,893
融资成本净额	-549	-774	-920	-1,074	-1,185
合资及联营企业	65	214	234	280	300
税前利润	744	1,204	1,694	1,791	2,008
所得税	-97	-99	-161	-179	-201
减:非控制股东权益	106	165	190	209	229
可续期绿色债利息	-	-	28	60	60
净利润	542	940	1,315	1,344	1,518

資料來源:公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	25,505	28,755	33,561	38,582	42,554
固定资产	19,668	22,466	26,628	31,403	34,939
无形资产	1,973	1,870	1,772	1,674	1,576
合资及联营公司投资	1,229	1,687	1,959	2,239	2,540
预付款及其它应收	1,814	1,819	2,125	2,095	2,226
其它非流动资产	821	913	1,077	1,171	1,274
流动资产	3,869	5,533	6,892	7,073	7,341
现金及现金等价物	1,491	2,110	2,542	2,171	1,710
应收账款	1,597	2,564	3,454	4,010	4,682
预付款	725	789	826	815	866
其它流动资产	56	70	70	77	84
流动负债	7,818	9,473	9,178	9,433	9,933
应付账款	465	576	923	1,059	1,225
其它应付	2,213	3,084	2,239	2,340	2,490
借贷	5,113	5,708	5,922	5,929	6,188
其它流动负债	27	49	30	30	30
非流动负债	12,022	14,314	19,194	22,856	23,384
借贷	11,933	13,217	17,765	21,022	23,280
其它长期应付	90	69	93	98	104
少数股东权益	1,634	1,896	1,954	2,011	2,073
净资产总额	7,900	8,605	10,127	11,355	14,505
可续期绿色公司债	-	-	590	1,000	1,000
股东权益	7,900	8,605	9,537	10,355	11,335

資料來源:公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	744	1,204	1,694	1,791	2,008
折旧和摊销	776	1,125	1,305	1,542	1,816
运营资金变动	1,079	-75	-1,842	-329	-598
稅項	-89	-126	-180	-179	-201
其它	-917	496	-10	-59.60	26.24
经营活动所得現金流	1,593	2,642	966	2,766	3,052
资本开支	-5,593	-4,324	-5,688	-6,544	-5,599
其它	1,984	754	0	-	-
投资活动所得現金净额	-3,609	-3,570	-5,688	-6,544	-5,599
股份发行	-	-	0	0	-
可续期绿色債	-	-	590	410	-
净借貸	1,219	2,963	5,079	3,675	2,790
股息	-77	-319	-515	-678	-704
其它	-615	-901.05	-	-	-
融资活动所得現金净额	464	1,563	5,154	3,407	2,085
現金增加净额	-1,551	634	432	-371	-462
年初現金及現金等价物	3,027	1,491	2,110	2,542	2,171
汇兌	15	-15.15	-	-	-
年末現金及現金等价物	1,491	2,110	2,542	2,171	1,710
资产负债表现金	1,491	2,110	2,542	2,171	1,710

資料來源:公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合(%)					
風電及光伏	33.8	45.2	43.9	41.5	39.5
天然氣	66.1	54.6	56.1	58.5	60.5
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	26.5	32.9	32.7	32.5	0.3
运营利率	16.8	28.0	25.0	27.1	25.6
稅前利率	4.7	17.0	17.1	19.3	17.8
淨利潤率	4.0	12.4	13.3	15.0	13.3
有效稅率	5.7	13.0	8.2	9.5	10.0
资产负债比率					
流动比率(x)	1.15	0.49	0.58	0.75	0.75
速动比率(x)	1.14	0.49	0.58	0.74	0.74
現金比率(x)	0.69	0.19	0.22	0.28	0.23
平均應收款周轉天數	118.1	107.6	125.0	135.0	136.0
債務/股本比率(%)	163.2	178.8	180.2	196.1	201.6
淨負債/股東權益比率(%)	153.6	196.9	195.2	208.8	218.2
回報率(%)					
資本回報率	2.27	6.86	10.92	12.98	11.84
資產回報率	0.63	1.84	2.74	3.25	2.94
每股數據(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.15	0.25	0.35	0.36	0.41
每股股息(人民币)	0.06	0.10	0.14	0.14	0.16
每股賬面價值(人民币)	2.13	2.32	2.73	3.06	3.32

資料來源:公司及招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。